

Avaliação financeira do setor sucroenergético depois do boom^{1,2}

Felipe Cardoso Oliva³

Resumo – O setor sucroenergético brasileiro foi da euforia de 2003–2011, período conhecido como boom do etanol, com a safra brasileira de cana-de-açúcar dobrando de tamanho em apenas oito anos, à estagnação depois de 2011, com fechamento líquido de usinas, alto endividamento e pequena taxa de crescimento do canavial. O pífio crescimento foi resultado de um ambiente macroeconômico adverso, do câmbio sobrevalorizado, da restrição de crédito decorrente da crise do subprime e da concorrência da gasolina importada subsidiada pela Petrobras. Mas houve crescimento de unidades que absorveram o canavial de usinas liquidadas. Destacaram-se então as decisões estratégicas das empresas que levaram a esse processo de consolidação a criação/destruição de valor que seguiu à abertura de capital e emissão de bonds. Detalhando os resultados financeiros e operacionais obtidos com na produção de cana, açúcar, etanol, energia elétrica, empreendimentos imobiliários e valorização das terras agrícolas, a sustentabilidade do negócio sucroenergético passa por uma gestão eficiente do caixa e do endividamento – é fundamental também o investimento agrícola que busca a redução do custo de produção e a industrialização com a geração de mais produtos de maior valor agregado, como cogeração de energia elétrica, RNA e uso da palha. A terra se mostrou o principal ativo de geração de valor das usinas, com ganhos dos empreendimentos imobiliários e da valorização agrícola, criando um ciclo virtuoso no setor sucroalcooleiro, aumento da renda das cidades do interior e valorização patrimonial.

Palavras-chave: agronegócio, contabilidade financeira, economia agrícola, finanças.

Financial evaluation of the sugar-energy industry after the boom

Abstract – The Brazilian Sugar-energy industry went from the euphoria of 2003–2011, a period known as the “Ethanol Boom”, in which the Brazilian sugarcane crop doubled in size in just 8 years. To the stagnation post 2011, with liquid closure of plants, a high indebtedness, and a small rate of growth of sugar cane crop. The small growth is the result of an adverse macroeconomic environment, with appreciated exchange rate, Credit restriction after subprime crisis, and competition with imported subsidized gasoline by Petrobras. But also reveals that there has been a scaling up of some units, which have absorbed the canefield of liquidated mills. It was then highlighted the strategic decisions of the companies that led to this consolidation process, the creation / destruction of value that followed the IPO, and the issuance of bonds. Detailing the financial and operational results obtained in the production of sugarcane, sugar, ethanol, electricity, real estate projects and valorization of agricultural land.

¹ Original recebido em 24/1/2017 e aprovado em 17/2/2017.

² Artigo apresentado para conclusão do MBA USP de Economia, Investimentos e Setor Financeiro.

³ Economista, analista financeiro da Jottapar, holding do grupo São Martinho. Email: fco@jottapar.com.br

The sustainability of the Sugar-energy industry depends on efficient cash and debt management, as well as the agricultural investment aimed at reducing the cost of production, and industrialization with the generation of more products, with higher added value, from the same input, as the cogeneration of electric energy, RNA, use of straw, etc. The land was the main asset of value generation, with gains in real estate projects and agricultural valorization, creating a virtuous cycle between investment in the sugar and alcohol sector, increase of the income of inner cities, and equity valuation.

Keywords: agribusiness, financial accounting, agricultural economy, finance.

Introdução

Depois da entrada em vigor do Protocolo de Kyoto, em 2005, o setor sucroalcooleiro brasileiro ganhou enorme exposição mundial por causa de sua produção de etanol, biocombustível tropical, sustentável e renovável.

Oliva e Miranda (2008) mostraram a evolução das negociações multilaterais na Organização Mundial do Comércio (OMC) para transformar o etanol em uma commodity ambiental internacional. Mesmo sendo reconhecido pela maioria dos países como produto benéfico ao meio ambiente, o etanol brasileiro encontrava dificuldade na hora de negociar uma desgravação tarifária multilateral para incentivar o mercado, pois esses países recuavam.

O etanol brasileiro é um combustível eficiente do ponto de vista energético e ambiental. Segundo Leite e Cortez (2008), para cada unidade de energia gasta na produção do etanol, são geradas de 8,2 a 10,5 unidades de energia. O etanol feito nos EUA, de milho, possui razão de produção de energia entre 1,0 e 1,4 unidades. Além disso, por ser uma tecnologia economicamente viável, a produção de etanol chamou a atenção de investidores. Criado em 1975 via Proálcool, o etanol é distribuído em todos os postos de combustíveis do Brasil.

A reunião dessas características ambientais e econômicas foi potencializada pela preocupação internacional com o aquecimento global. Criou-se então uma corrida de investidores, petroleiras, tradings nacionais e internacionais, entidades públicas e privadas, de capital aberto e fechado, ou seja, um grande fluxo de investimentos para a construção de usinas e compra de terras no Brasil.

Esse fluxo ficou conhecido como boom do etanol, com seu epicentro em 2005–2007. A Figura 1 mostra o período de boom do setor sucroalcooleiro, de 2003 a 2010, com taxa de crescimento anual (CAGR) de 8,9%, e o ciclo posterior de crise/consolidação, com CAGR de 1,5%.

Até 2005 era característico do setor sucroalcooleiro ser constituído por grupos familiares tradicionais, de capital fechado, e predominantemente nacional. A partir de então muitas usinas mudaram de mãos, suas unidades industriais foram vendidas a investidores ou então buscaram se capitalizar no mercado financeiro para a expansão e construção de novos projetos greenfields.

A abertura de capital ocorreu com a oferta primária de ações (OPA) da Cosan na Bovespa em 2005. Em 2007, o grupo brasileiro São Martinho e o grupo cooperativo francês Tereos também abriram o capital. Em 2013, a empresa Biosev, controlada pela trading francesa Louis Dreyfous, realizou sua OPA.

Depois da expansão de grupos tradicionais do setor de cana-de-açúcar, vieram gigantes de outros setores para também participar da produção do biocombustível:

- Petrobras – investiu de forma minoritária nos grupos Tereos em 2010 e São Martinho em 2011.
- Shell – uniu sua rede de postos de abastecimento à Cosan, fundando a Raízen em 2011.
- Odebrecht – criou em 2010 a ETH comprando projetos greenfields e brownfields no centro-oeste e oeste de São Paulo.

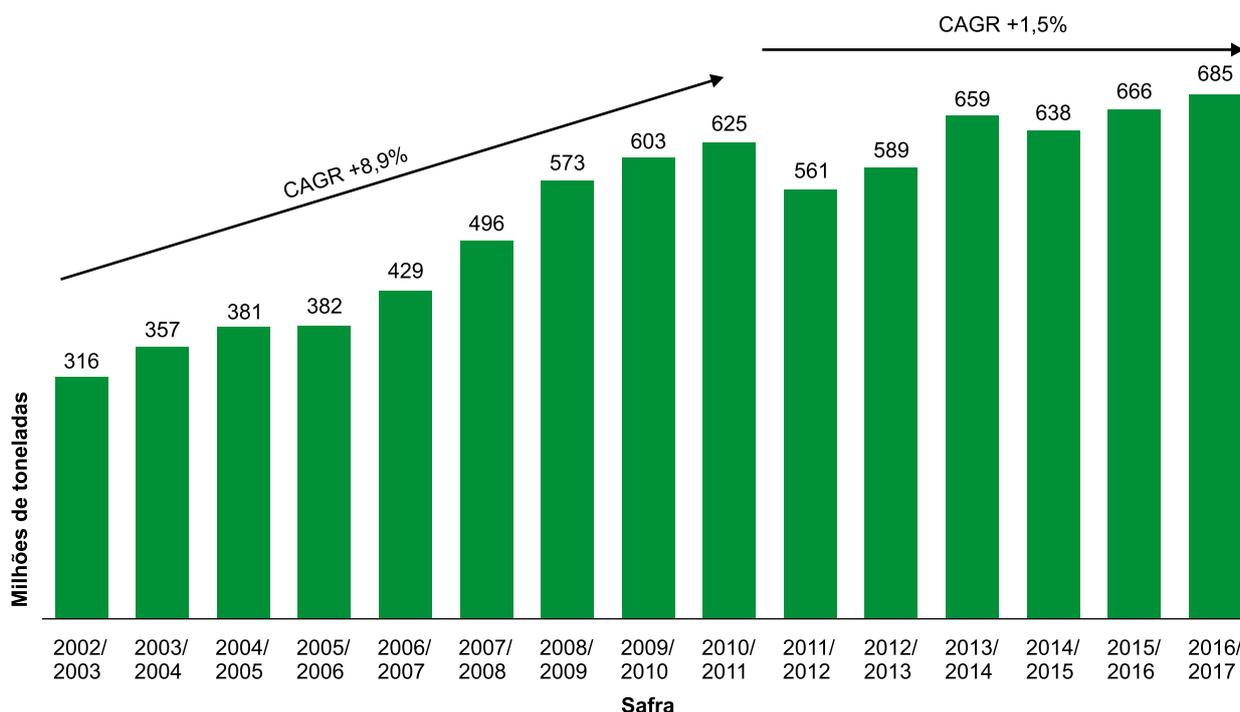


Figura 1. Moagem de cana no Brasil.

Fonte: Conab (2016a) e União das Indústrias de Cana de açúcar (2016).

- Bunge – adquiriu e construiu usinas em Tocantins, Minas Gerais, Goiás e Mato Grosso do Sul.

Além da abertura via equity, alguns grupos de usinas no Brasil preferiram captar recursos no mercado de capitais emitindo bonds no exterior:

- Usina São João (US), 2012 – US\$ 275 milhões.
- Tonon, 2012 – US\$ 230 milhões.
- Aralco, 2013 – US\$ 250 milhões.
- Grupo Virgulino Oliveira (GVO), 2014 – US\$ 735 milhões.

Material e métodos

CAGR

O termo Compound Annual Growth Rate (CAGR) é específico da análise de investimentos, relativo à taxa de progressão geométrica.

O CAGR suaviza o efeito da volatilidade dos retornos periódicos. É particularmente útil para comparar as taxas de crescimento de diferentes conjuntos de dados, como o crescimento da receita de empresas de um mesmo setor:

$$CAGR(t_0, t_n) = (V(t_n) / V(t_0))^{\frac{1}{t_n - t_0}} - 1$$

em que $V(t_0)$ é o valor inicial; $V(t_n)$ é o valor final; e $t_n - t_0$ é o número de anos.

Números índices compostos

Os números índices compostos revelam a variação no preço, quantidade, ou valor de um conjunto de itens. O índice preço do valor da terra, ou das ações, se relaciona com o preço do ativo, a partir de uma época base, com o valor de uma data posterior.

$$IV_{t,0} = \frac{P_t Q_t}{P_0 Q_0} (vb)$$

em que:

t = época a ser comparada.

P = preço do produto ou ativo.

Q = quantidade do produto

(vb) = ponto de partida inicial, didaticamente 100, ou 1,00.

Coefficiente de correlação de Pearson

Esse coeficiente mede o grau da correlação entre duas variáveis de escala métrica. Normalmente representado por ρ , assume apenas valores de -1 até 1.

- $\rho = 1$ significa uma correlação positiva perfeita entre as duas variáveis.
- $\rho = -1$ significa uma correlação negativa perfeita entre as duas variáveis, isto é, se uma aumenta, a outra sempre diminui.
- $\rho = 0$ significa que as duas variáveis não dependem linearmente uma da outra.

Normas contábeis e dados financeiros

No Brasil, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) é o órgão responsável por compatibilizar as normas do International Financial Reporting Standards (IFRS) com a realidade Brasileira. Ele prepara e divulga documentos sobre procedimentos contábeis e a convergência da contabilidade brasileira ao padrão internacional. Os dados contábeis das empresas são oriundos das apresentações de resultados e demonstrações financeiras trimestrais das empresas, consolidados por ano safra e disponíveis nas páginas de relações com os investidores.

Destruição de valor

Crisis externas/macroeconômica

Depois do boom do etanol, a economia brasileira e seu ambiente regulatório em muitos momentos foram hostis ao setor sucroenergético

– casos do represamento dos preços da gasolina pela Petrobras de 2011 a 2014 e da sobrevalorização cambial de 3,95 BRL/USD em 2002 para 1,55 BRL/USD em 2011, que prejudicou a competitividade das exportações de açúcar e etanol.

As Figuras 2 e 3 mostram a defasagem dos preços da gasolina, particularmente no período de 2011 a 2014, com a importação de gasolina e sua venda no mercado interno a preços baixos. Esse subsídio provocou graves distorções no mercado de etanol, já que o teto do preço do etanol hidratado é a paridade de 70% do preço da gasolina C na bomba de combustível. A importação pela Petrobras de gasolina e diesel e venda no mercado interno com preço subsidiado resultou numa perda acumulada de caixa da estatal – de agosto de 2007 a agosto de 2016 – de R\$ 13 bilhões.

Nota-se também que nos períodos em que a importação de combustíveis fósseis era deficitária, a estatal absorvia a totalidade dos prejuízos. Já no período atual (2016), em que existe um prêmio no preço dos combustíveis, outras empresas entraram na importação, revendendo internamente a preços mais vantajosos e assim canibalizando o *Market-share* da Petrobras.

Crisis internas/microeconômica

Com o ambiente macroeconômico desafiador, muitas empresas falharam em seus processos internos e em atos inerentes à própria gestão:

- **Má avaliação dos ativos** – investidores pagaram caro por participações em empresas, com um *valuation* excessivamente otimista, replicando para o futuro as taxas de crescimento e os altos preços do período de boom.
- **Exposição cambial desprotegida** – muitas empresas decidiram captar recursos no exterior aproveitando o excesso de liquidez internacional e taxas de juros reduzidas em relação às praticadas no Brasil. A estratégia, que parecia “barata”

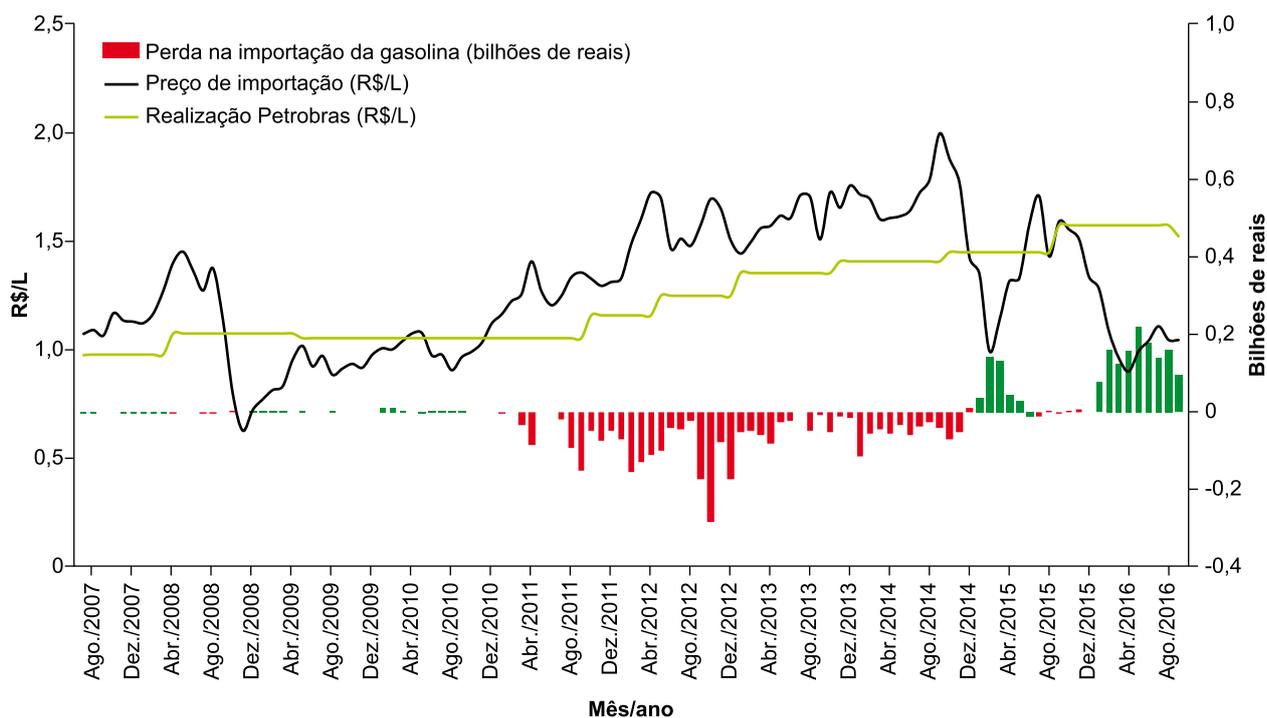


Figura 2. Defasagem de preços e resultado líquido da importação de gasolina pela Petrobras.

Fonte: Agência Nacional de Petróleo (2016), Energy Information Administration (2016) e Petrobras (2016).

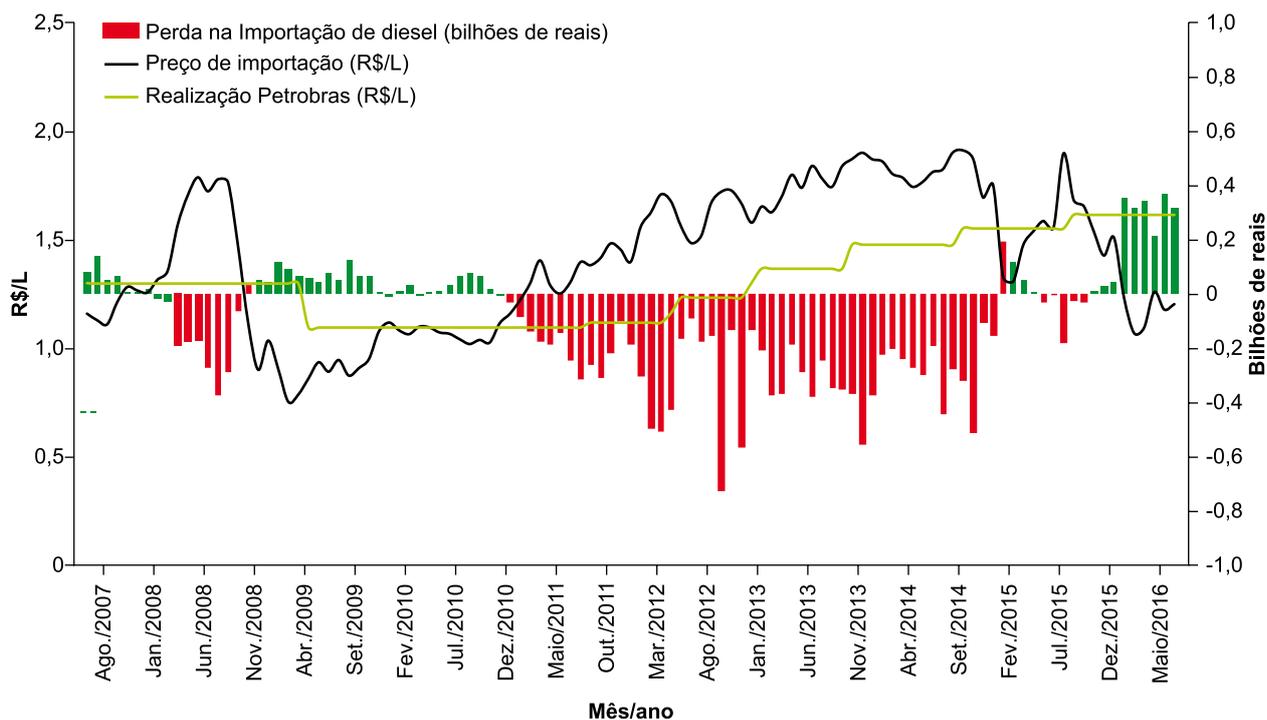


Figura 3. Defasagem de preços e resultado líquido da importação de óleo diesel pela Petrobras.

Fonte: Agência Nacional de Petróleo (2016), Energy Information Administration (2016) e Petrobras (2016).

no período de valorização cambial, mostrou-se inviável quando o câmbio se desvalorizou.

- **Manejo do canavial e dificuldade de mensuração do valor justo do ativo biológico** – um dos principais ativos de uma usina é o canavial, que representa cerca de 20% do ativo total e grande fatia de seu patrimônio líquido. A cana, por permitir cinco ou seis cortes, tem nas soqueiras um importante ativo. Mas requer elevado investimento, e o manejo inadequado, como a redução da adubação, aumentará o faturamento no curto prazo mas vai canibalizar a produtividade futura. Além disso, a própria mensuração contábil dos canaviais está sujeita a arbitrariedades dos gestores, como “determinar” o preço futuro do açúcar total recuperável (ATR) e a produtividade do canavial.
- **Negligência do tempo de maturação dos projetos e descasamento entre a oferta agrícola e a capacidade industrial** – foi um dos principais erros de grandes grupos que privilegiaram a expansão pela compra de capacidade instalada de moagem, sem garantir a oferta de cana subsequente. Em um setor com custo fixo elevado, a ociosidade industrial mói o caixa das usinas.
- **Risco de crédito e alta alavancagem financeira** – em um setor de commodities, naturalmente cíclico, alguns grupos adotaram uma elevada alavancagem financeira para financiar a expansão durante o período de boom, mas não se prepararam para o ciclo de baixa, e sua liquidez foi cortada por bancos de investimento e outros credores.

Exposição cambial e correlação entre o açúcar e o real

Além do ambiente adverso para o etanol, pela concorrência com a gasolina subsidiada,

algumas usinas apostaram em emitir dívida dolarizada, buscando menor taxa de juros. A lógica era esta: como as exportações de açúcar representam de 40% a 50% da receita líquida das usinas, estas poderiam se endividar em dólares no mesmo montante, pois as exportações dolarizadas de açúcar e etanol seriam um hedge natural contra suas dívidas em dólares.

No entanto, o Brasil é o maior produtor e exportador mundial de açúcar, o produtor marginal de açúcar com menor custo de produção e possui margem de flexibilidade para converter etanol em açúcar conforme a rentabilidade dos produtos. Assim, a formação do preço do açúcar é em grande parte explicado pela própria variação da taxa de câmbio brasileira.

A Tabela 1 mostra as correlações entre a cotação do açúcar na bolsa de Nova Iorque (ICE Futures), o câmbio brasileiro e o etanol hidratado e anidro (Esalq). Para cada 1% de desvalorização cambial, as dívidas em dólares das usinas aumentaram 1%, enquanto a receita com exportação de açúcar aumentou apenas 0,35%.

Tabela 1. Correlação em oito anos (2008–2016) entre câmbio, açúcar NY, hidratado e anidro.

	Câmbio	Açúcar NY	Hidratado Esalq	Anidro Esalq
Câmbio	1,00	-0,65	-0,49	-0,48
Açúcar NY	-0,65	1,00	0,77	0,69
Hidratado Esalq	-0,49	0,77	1,00	0,96
Anidro Esalq	-0,48	0,69	0,96	1,00

Fonte: Escola Superior de Agricultura “Luiz De Queiroz” (2016), Ice Futures (2016) e Investing.com (2016).

A Tabela 2 simula a exposição cambial de uma usina de açúcar e álcool cuja exportação representa de 50% a 80% de sua receita total e o hedge natural fornecido pelas exportações em relação à receita.

Tabela 2. Simulação cambial de uma usina de açúcar e álcool cuja exportação representa de 50% a 80% de sua receita total e hedge cambial natural fornecido pelas exportações.

Exportações totais/receita (%)	Exp. açúcar/receita (%)	Correlação cambial	Exp. etanol/receita (%)	Correlação cambial	Hedge natural da receita (%)	Receita exposta (%)
50	40	0,65	10	0,49	31	69
65	50	0,65	15	0,49	40	60
80	60	0,65	20	0,49	49	51

Fonte: Escola Superior de Agricultura “Luiz De Queiroz” (2016), Ice Futures (2016) e Investing.com (2016).

Mesmo no caso de 80% da receita ser oriunda de exportações, a usina teria um hedge natural garantido pelas exportações de apenas 49%. Dessa forma, as usinas que optaram por emitir dívida atrelada à moeda estrangeira, acima de 31%–49% da receita líquida, experimentaram um descasamento entre a receita operacional e a despesa financeira de 51% a 69%.

A Tabela 3 mostra a participação dos *bonds* em relação à receita líquida das principais usinas brasileiras que emitiram no período. Para todas, a exposição em dólares era acima do que seria coberto pelo hedge natural das exportações. Assim, adotaram uma posição especulativa “vendidas em dólares”. E, portanto, para neutralizar o risco cambial, precisariam “pré-pagar” parte da dívida em dólares ou comprar ativos financeiros dolarizados (NDFs, Call, Futuros, etc) para neutralizar o risco cambial.

Mensuração do valor justo dos canaviais do Brasil

A queda do valor dos *bonds* de algumas empresas e o não cumprimento de *covenants* da

dívida levaram credores a buscar a execução de garantias, mas muitas vezes a garantia recebida era o próprio canavial, de difícil liquidação judicial, por ser equivalente à falência das empresas. A dificuldade de recuperar as garantias levou pânico aos credores e restringiu ainda mais o crédito para o setor.

A partir de 2010, as usinas de cana-de-açúcar brasileiras foram obrigadas a adotar em suas demonstrações contábeis as Normas Internacionais de Contabilidade (International Financial Reporting Standards, IFRS), emanadas da International Accounting Standards Board (Iasb).

No Brasil, o CPC é o órgão responsável por compatibilizar as normas do IFRS com a realidade brasileira, cabendo a ele o

[...] estudo, o preparo e a emissão de Pronunciamentos Técnicos sobre procedimentos de Contabilidade e a divulgação de informações dessa natureza, para permitir a emissão de normas pela entidade reguladora brasileira, visando à centralização e uniformização do seu processo de produção, levando sempre em conta a convergência da

Tabela 3. Participação dos *bonds* em relação à receita líquida de usinas brasileiras.

Ano	Empresa	Valor emitido (US\$ milhões)	Câmbio médio (R\$/USD)	Desv. câmbio (3,24) (%)	Receita líquida (RL) na safra (R\$ milhões)	% da RL comprometida	Valor de emissão	Valor atual	Desv. dos <i>bonds</i> (%)
2012	USJ	275	1,95	66	725,75	74	98,77	57,20	-42
2012	Tonon	230	1,95	66	804,50	56	98,74	34,00	-66
2013	Aralco	250	2,16	50	495,00	92	100	3,00	-97
2014	GVO	735	2,36	37	1.471,00	118	100	6,00	-94

Contabilidade Brasileira aos padrões internacionais (COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS, 2005).

O valor justo dos ativos biológicos no Brasil é regido por duas normas contábeis do CPC. A contabilização dos ativos biológicos é tratada pelo CPC 29, *Ativos Biológicos e Produtos Agrícolas*, que é uma correlação às Normas Internacionais de Contabilidade – IAS 41; e a *Mensuração do Valor Justo*, que é tratada pelo CPC 46, sendo uma correlação às Normas Internacionais de Contabilidade – IFRS 13.

CPC 29 – Ativos Biológicos e Produtos Agrícolas

Deve ser aplicado aos seguintes itens:

- “Ativos biológicos, exceto plantas portadoras” – por planta portadora a norma entende as culturas agrícolas temporárias, aquelas que se extinguem depois da colheita.
- “Produção agrícola no ponto de colheita”.
- Subvenções governamentais.

A norma trata dos ativos biológicos até o momento do ponto de colheita; depois desse momento, o ativo biológico é contabilizado como estoque, que é tratado pelo CPC 16 – *Estoques*.

Para o setor sucroenergético, a maior parte de seu ativo biológico é o canavial ainda não colhido e também o investimento realizado no plantio da cana-de-açúcar. A cana é uma cultura anual, que no Brasil permite até seis cortes. Portanto, os investimentos feitos pelas usinas com plantio, fertilizantes, defensivos, mudas, insumos, mão de obra e maquinário serão depreciados ao longo de seis anos, sendo as soqueiras da cana-de-açúcar consideradas um ativo biológico.

O ativo biológico deve ser mensurado ao valor justo, menos a despesa de vendas no momento da colheita. A avaliação é feita pelo método de fluxo de caixa descontado (FCD), resultante das próximas safras a serem colhidas. Há uma premissa de que o valor justo do ca-

navial pode ser mensurado de forma confiável. No caso de o ativo biológico não poder ser cotado pelos preços de mercado, a norma diz que o ativo biológico deve ser mensurado ao custo, menos qualquer depreciação e perda por irrecuperabilidade acumuladas.

A usina de cana-de-açúcar deve divulgar o ganho, ou a perda, de valor do ativo biológico do período corrente, sendo as alterações reconhecidas no resultado. Para verificar como estão sendo aplicadas as normas de avaliação do ativo biológico, será mostrado como três empresas lançaram a avaliação dos ativos biológicos em seus resultados. A informação é referente ao balanço do último trimestre da safra 2015–2016. O setor sucroalcooleiro segue o calendário da safra, não o civil, e o ano safra da cana-de-açúcar no Centro-Sul vai de abril a março – portanto, os balanços são referentes ao fechamento da safra 2015–2016 (janeiro a março de 2016).

As usinas escolhidas para o estudo de caso estão entre os grandes grupos do setor de capital aberto no Brasil: Raízen, controlada pelo grupo Cosan; Grupo São Martinho e Grupo USJ. As duas primeiras são de capital aberto; a última é de capital fechado, mas com bonds emitidos no exterior.

Conforme a Tabela 4, existe pouca divergência, em relação aos valores operacionais, como produtividade e quantidade de ATR, dos valores reportados pelas empresas e o indicador. Mas existem grandes divergências entre o valor do quilograma de ATR esperado e o apurado pelo Consecana, além de chamar atenção as baixas taxas de desconto usadas para avaliar os canaviais, inferiores à inflação do período.

Oportunidades e criação de valor

Criação de valor por usinas de capital aberto

A Figura 4 mostra que depois de um período de forte abertura de usinas, de 2007 a 2010, reflexo da entrada em operação de projetos

Tabela 4. Avaliação dos ativos biológicos em grupos sucroalcooleiros.

	USJ (A)	(A/D)	São Martinho (B)	(B/D)	Raízen (C)	(C/D)	D - Indicador – Centro-Sul
Método de avaliação	FCD		FCD		FCD		
Área estimada de Colheita (ha)	33.866		162.289		427.768		
Produtividade prevista (t/ha)	78,17	-2,58%	79,86	-0,47%	80,04	-0,25%	80,237 ⁽³⁾
Quantidade total de açúcar recuperável (kg ATR/t)	135,22	3,07%	132,58	1,06%	130,12	-0,82%	131,19 ⁽¹⁾
Valor do kg de ATR (R\$)	0,748	36%	0,575	4,55%	0,63	14,55%	0,55 ⁽²⁾
Taxa de desconto WACC (%)	8,88		9,90		7,48		9,39 ⁽⁴⁾

Fonte: ⁽¹⁾ União das Indústrias de Cana de açúcar (2014), ⁽²⁾ Conselho de Produtores de Cana de Açúcar (2016), ⁽³⁾ Conab (2016a) e ⁽⁴⁾ IBGE (2016).

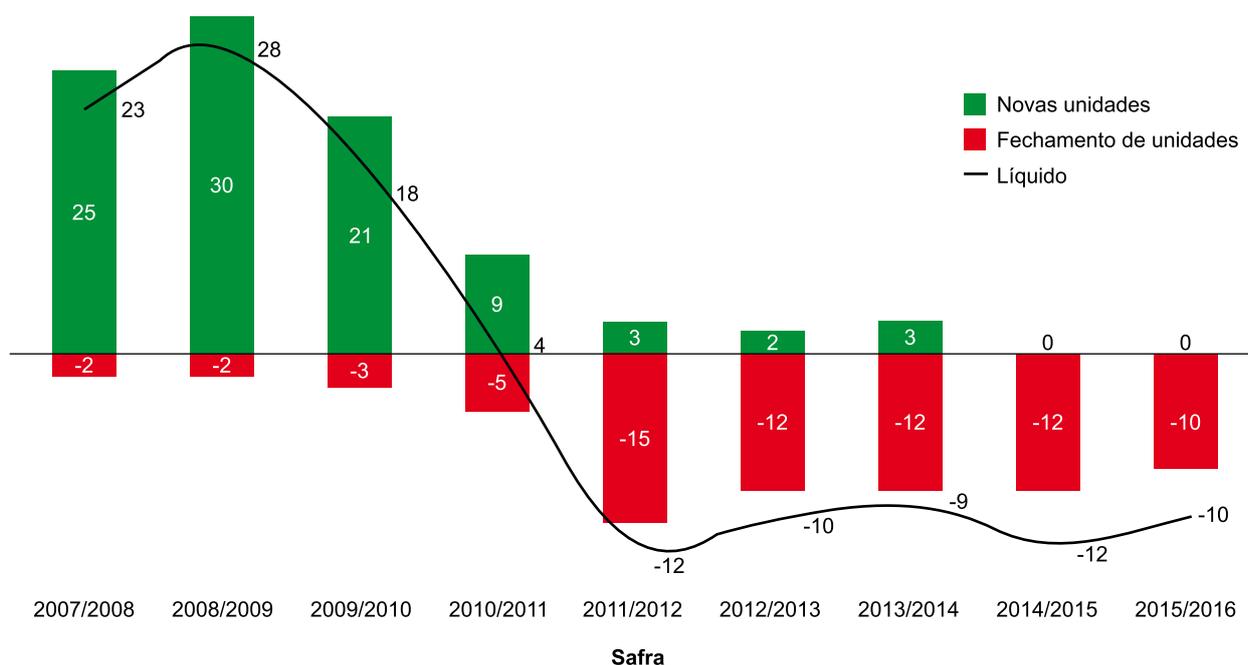


Figura 4. Abertura e fechamento de unidades do setor sucroenergético no Brasil de 2007 a 2016.

Fonte: União das Indústrias de Cana de açúcar (2014).

greenfields desde o boom do setor, a curva se inverte a partir de 2011, com grande quantidade de usinas fechadas. Apesar do saldo líquido negativo dos últimos anos, a Figura 1 mostra que não houve redução na safra brasileira de cana-

de-açúcar – na verdade, ela vem crescendo desde 2010, mas com baixa taxa de crescimento, de 1,5% a.a. Isso aconteceu porque alguns grupos vêm expandindo suas unidades e absorvendo o canavial das unidades fechadas.

A Figura 5 mostra o desempenho das usinas de cana-de-açúcar de capital aberto na Bovespa nos últimos três anos. Dos quatro grupos de usinas, três apresentaram resultados inferiores à referência do mercado, o Índice Ibovespa. No entanto, o Grupo São Martinho vem entregando consistentemente resultados acima do mercado.

Estudo de caso do Grupo São Martinho

Margens operacionais – açúcar, etanol, energia elétrica

O grupo São Martinho é composto por quatro usinas de cana-de-açúcar: São Martinho, Iracema, Boa Vista e Santa Cruz. A Figura 6 mostra que, com as mesmas usinas, o grupo ampliou a moagem em mais de 55% de 2012–2013 para 2015–2016, um CAGR de 15,7% a.a. versus um CAGR de 1,5% a.a. da moagem do setor sucroalcooleiro.

Esse crescimento é resultado de um contínuo processo de investimento e de ampliação das unidades. A unidade São Martinho se tornou a maior processadora de cana-de-açúcar do

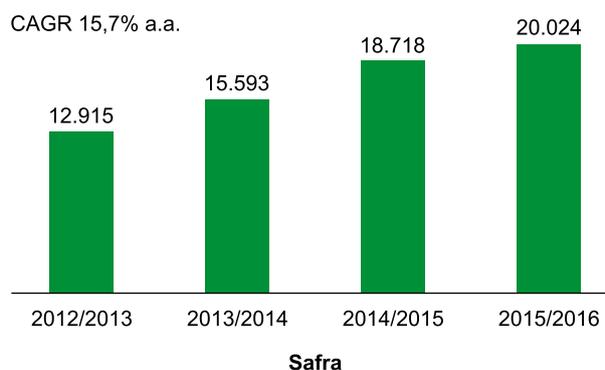


Figura 6. Moagem do grupo São Martinho (mil t).

Fonte: adaptada de São Martinho (2016).

mundo, com moagem de cerca de dez milhões de toneladas por safra – no período, o grupo comprou o controle da usina Santa Cruz.

A Figura 7 mostra que embora a moagem tenha crescido 15,7% a.a., a receita líquida cresceu 20,3% a.a., ou seja, o crescimento da moagem foi acompanhado de aumento de margem. Um dos motivos foi a recuperação do mercado de etanol, motivada pelo fim do subsídio da Petrobras à gasolina; pela volta da cobrança do Cide para os combustíveis fósseis; e pelo aumento da mistura de etanol anidro à gasolina C, para

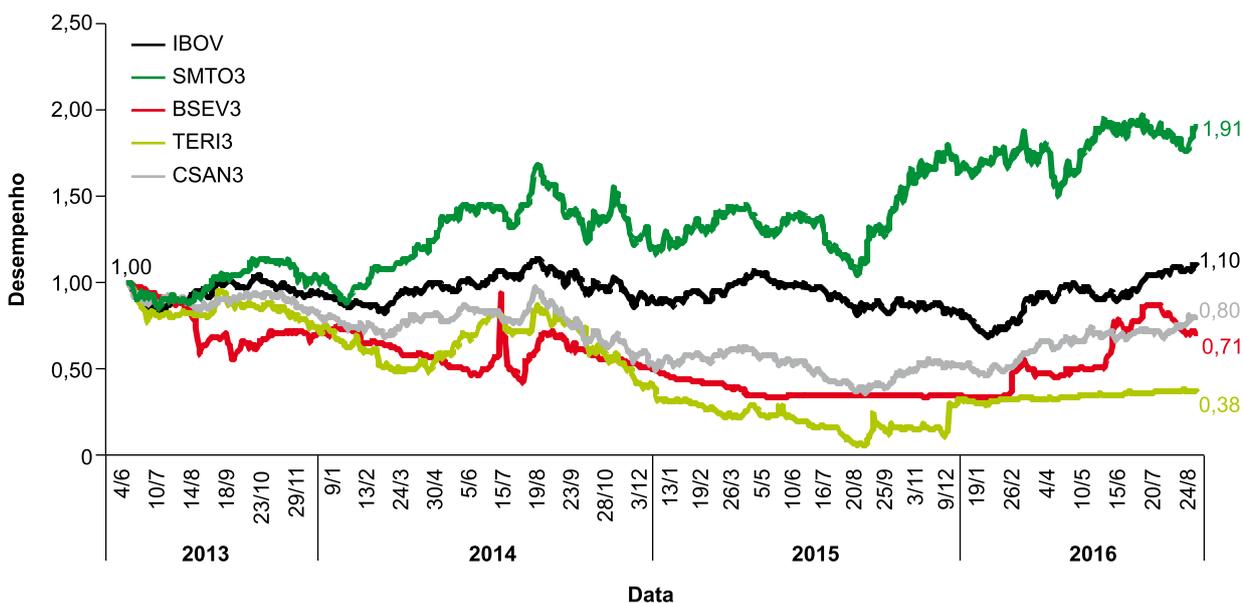


Figura 5. Desempenho das ações de usinas de cana-de-açúcar na Bovespa.

Fonte: BM&F Bovespa (2016).

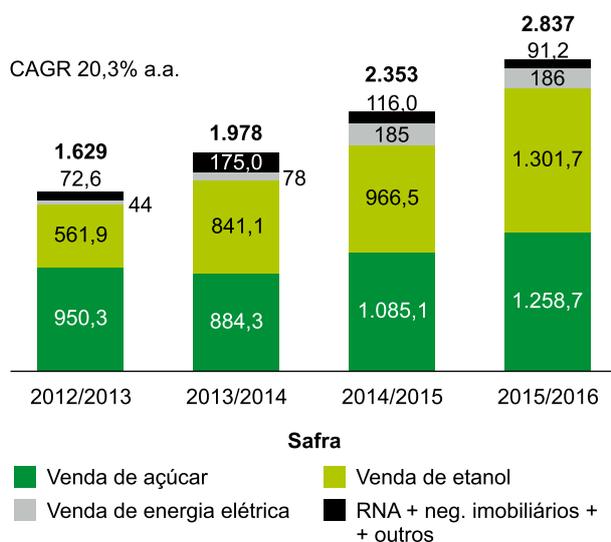


Figura 7. Receita líquida por produto do Grupo São Martinho (milhões de reais).

Fonte: adaptada de São Martinho (2016).

27%. Mas o ganho da recuperação do mercado de etanol foi compartilhado pelo setor como um todo. No Grupo São Martinho, em particular, houve elevado crescimento, 138%, nas receitas com outros produtos não sucroalcooleiros, principalmente a cogeração de energia elétrica, venda de sal sódico do ácido ibonucléico (RNA) e negócios imobiliários.

A Figura 8 mostra a importância do investimento na geração de subprodutos, além de açúcar e etanol. Cerca de 76% do custo de produção do setor é da própria cana-de-açúcar; dessa forma, a geração de mais produtos da mesma matéria-prima é fundamental na geração de caixa. São exemplos de subprodutos: cogeração de energia elétrica – produzida pelo aumento da eficiência do uso do vapor pela queima do bagaço; venda do RNA extraído das leveduras; tratamento da vinhaça para a produção de biogás e para a fertirrigação; e desenvolvimento imobiliário com a conversão de terras agrícolas diante do crescimento das cidades.

A Figura 7 mostra que os subprodutos representam parcela pequena da receita total, enquanto a Figura 8 mostra que eles possuem

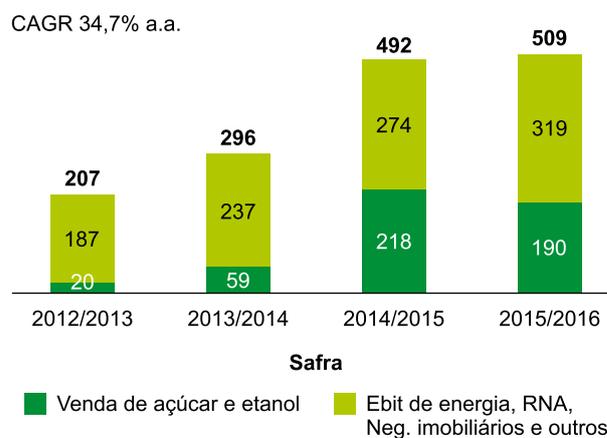


Figura 8. Lucro operacional (Ebit) do grupo São Martinho.

Fonte: adaptada de São Martinho (2016).

margem de lucro elevadíssima, já que os custos de produção da cana foram amortizados para a produção de açúcar e etanol. Os subprodutos foram responsáveis por até 44% do lucro operacional na safra 2014–2015, com destaque para a forte geração de caixa decorrente da cogeração de energia elétrica. Essa energia – gerada durante a safra (abr.–nov.), que coincide com o período seco do ano e de baixa dos reservatórios das hidroelétricas – contribuiu para atenuar a crise hídrica de 2014–2016.

Evolução do valor das terras e ganhos imobiliários

So we think in terms of that moat and the ability to keep its width and its impossibility of being crossed as the primary criterion of a great business. And we tell our managers we want the moat widened every year. That doesn't necessarily mean the profit will be more this year than it was last year because it won't be sometimes. However, if the moat is widened every year, the business will do very well. When we see a moat that's tenuous in any way — it's just too risky. We don't know how to evaluate that. And, therefore, we leave it alone. We think that all of our businesses — or virtually all of our businesses — have pretty darned good moats. (BUFFET, 2000, tradução nossa).

Warren Buffet considera o “moat”, ou “fosso”, como qualidade intrínseca e única de uma empresa. Numa analogia de um castelo como uma empresa rentável, é o fosso que permite proteger o negócio da entrada de concorrentes. Essa barreira pode ser uma marca forte, investimento em P&D para criar produtos de maior valor agregado ou, no caso de um produtor de commodities, o menor custo de produção que permita à empresa obter lucro mesmo num ambiente adverso. No caso da São Martinho, esse fosso é o menor custo de produção da cana entre as usinas de capital aberto, produzido literalmente pelas terras próprias que circundam as usinas, como os investimentos em insumos, máquinas e equipamentos e P&D no desenvolvimento dos canaviais.

A terra própria, além de ser garantia de fornecimento de cana a preços competitivos, também é um dos principais drivers de valorização das ações. As Figuras 9, 10, 11 e 12 mostram que o investimento em terras na região das usinas se mostrou excelente investimento financeiro. A Figura 12 mostra que o retorno obtido com a valorização das terras, e com o arrendamento da área, resultou em uma taxa média anual, em

15 anos, de 20,9% em Araraquara, 20,6% em Piracicaba e 20,3% em Ribeirão Preto, versus 13,8% para o CDI. Ou seja, o investimento em terras agrícolas superou o retorno da renda fixa em 151% do CDI anual.

A Figura 13 mostra a evolução do portfólio de terras avaliado pela Deloitte (2014). O grupo São Martinho possui 72.780 hectares de terras próprias, distribuídos em polos produtores de cana em Ribeirão Preto, Piracicaba, Araraquara e Quirinópolis. Na avaliação de 2014, o valor das terras foi de R\$ 3,08 bilhões. A avaliação da Deloitte para o portfólio de terras da São Martinho apresenta um CAGR de 19,2% a.a. de 2007 a 2014, muito superior à avaliação das terras agrícolas do IEA do mesmo período para as regiões de Araraquara, Piracicaba e Ribeirão Preto, com CAGR de 9,6%, 12,4% e 7,8%, respectivamente. Isso ocorre porque a Deloitte avalia também o preço imobiliário da terra urbana e, na conversão de área agrícola para área urbana, então é criado valor de forma exponencial.

Enquanto o lucro operacional (Ebit) da venda de açúcar, etanol, energia elétrica e outros produtos são contabilizados e vão gerar

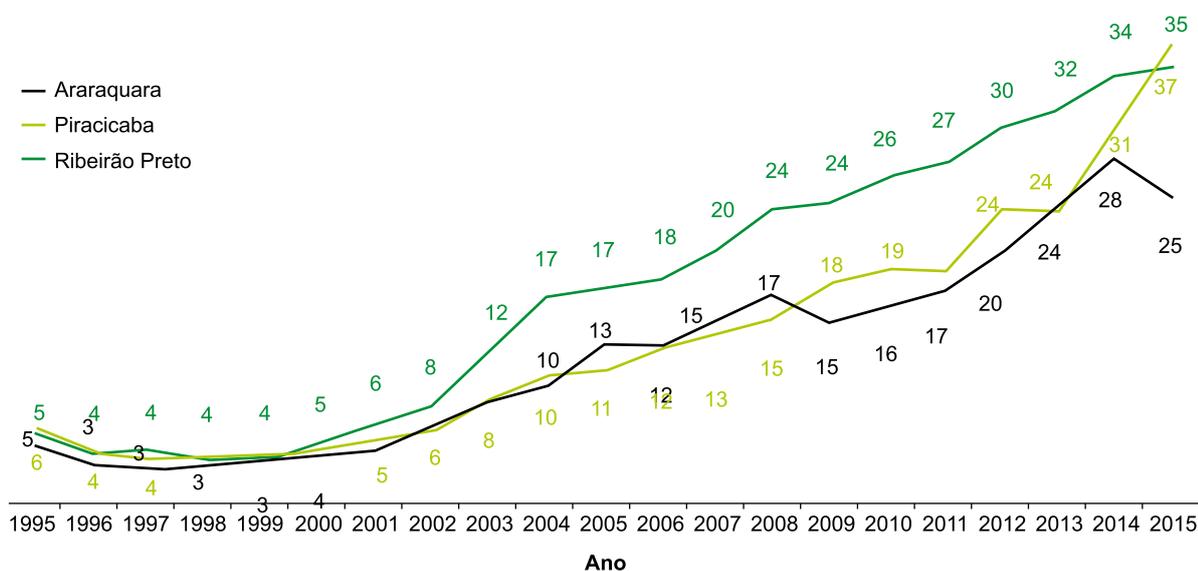


Figura 9. Preço da terra agrícola (mil reais), por hectare, de 1999 a 2015.

Fonte: Instituto de Economia Agrícola (2016).

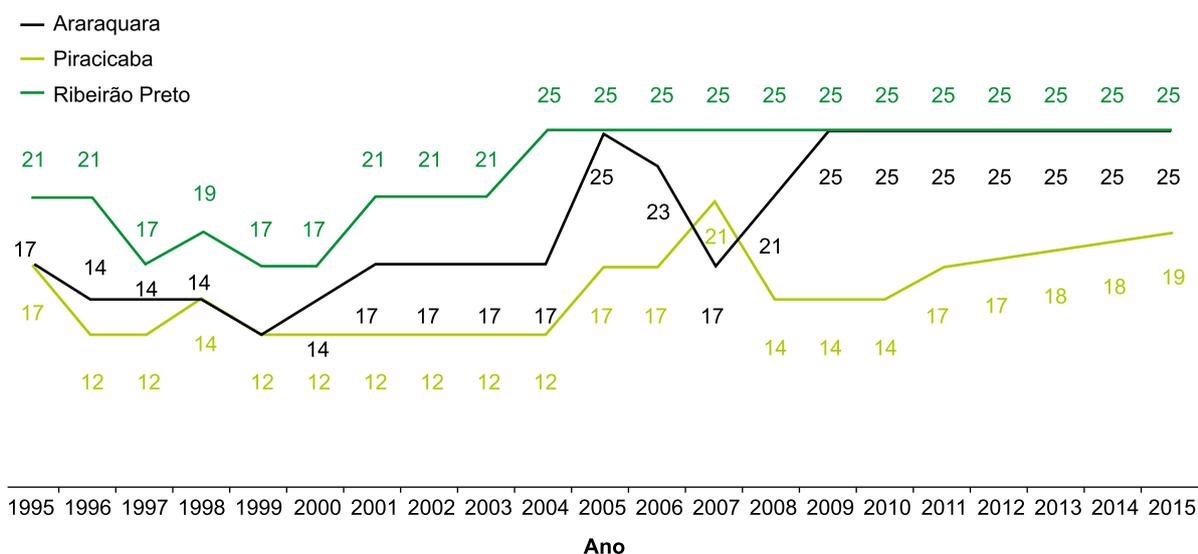


Figura 10. Arrendamento, em toneladas de cana por hectare, de 1999 a 2015.

Fonte: Instituto de Economia Agrícola (2016).

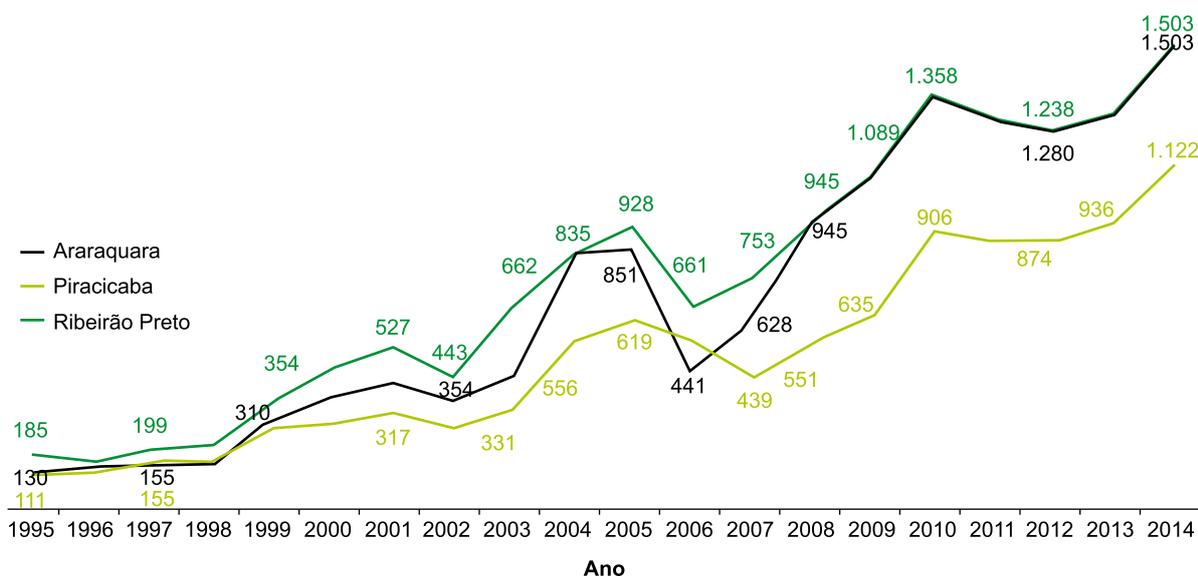


Figura 11. Arrendamento (reais por hectare) de 1999 a 2015.

Fonte: Instituto de Economia Agrícola (2016).

caixa anualmente, a contabilização do valor das fazendas é feita com base no valor informado no Imposto Territorial Rural (ITR) defasado, não pelo valor de mercado. A atualização do patrimônio pelo valor de mercado só é apurado por ocasião da venda das fazendas ou na operacio-

nalização de negócios imobiliários. A Figura 14 é uma anualização das avaliações da Deloitte do portfólio de terras referentes a 2007, 2009, 2011 e 2014 para permitir a comparação com os resultados operacionais, de divulgação trimestral e consolidados anualmente – o valor de 2015 é

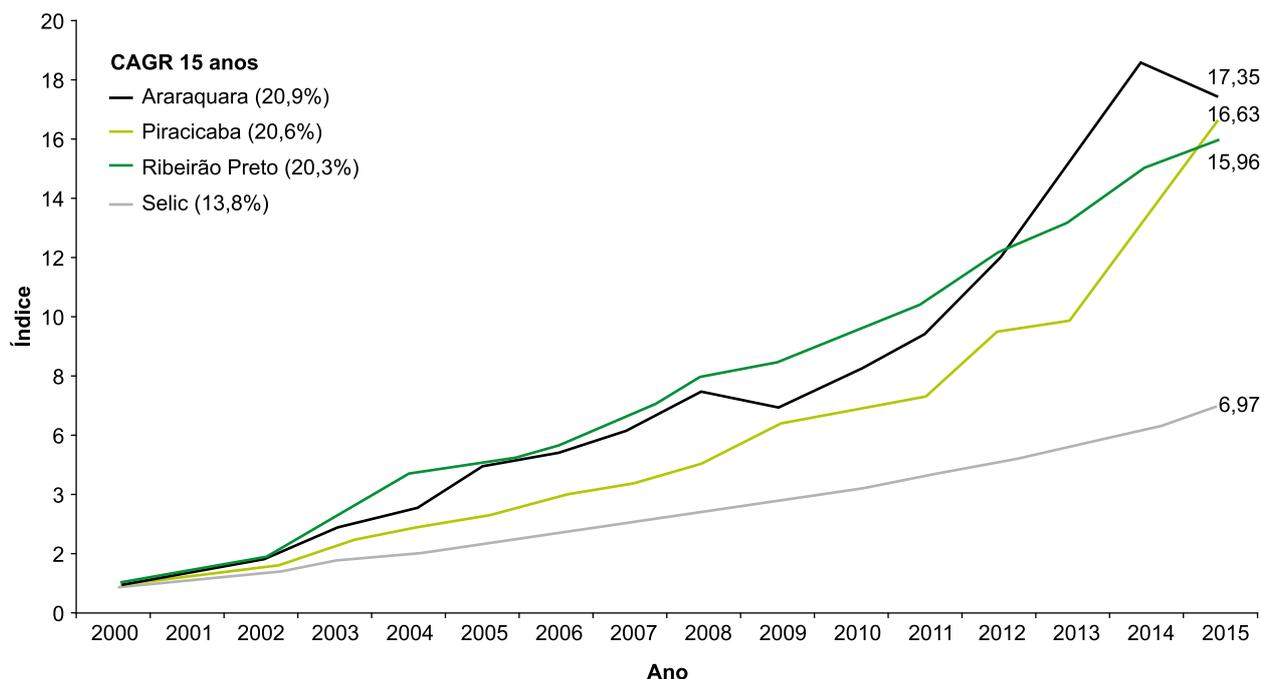


Figura 12. Índice de comparação entre a remuneração da renda fixa e a remuneração da valorização das terras, acrescido do arrendamento para cana.

Fontes: Banco Central do Brasil (2016) e Instituto de Economia Agrícola (2016).

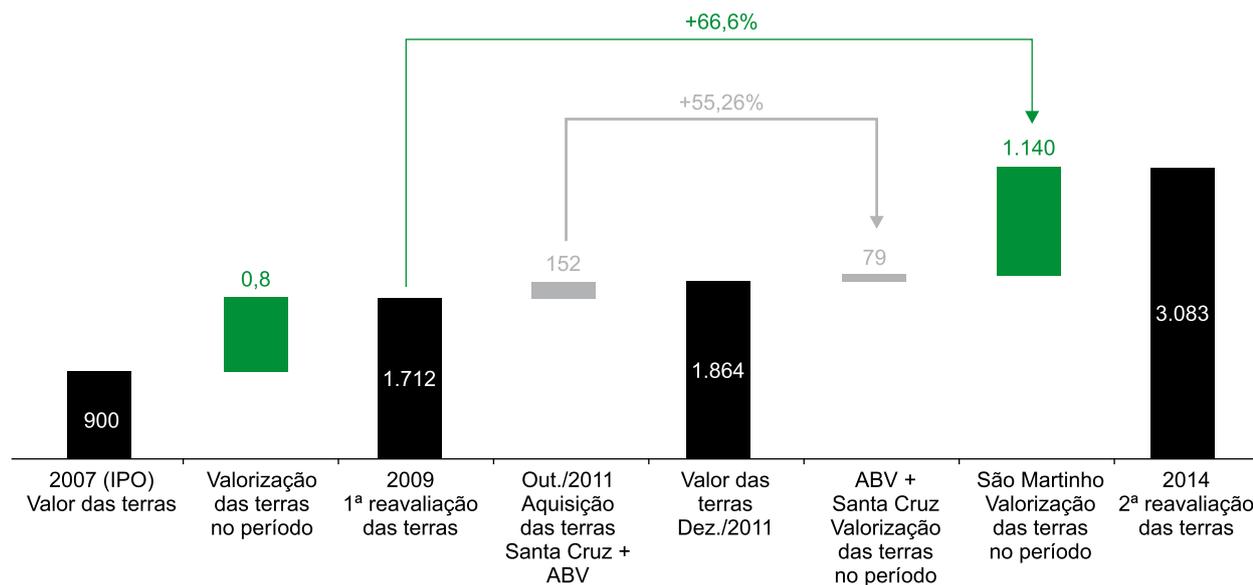


Figura 13. Avaliação do valor das terras da São Martinho pela Deloitte.

Fonte: adaptada de São Martinho (2016).

uma projeção que usa como proxy a valorização das regiões levantadas pelo IEA.

A Figura 15 compara o Ebit das usinas do Grupo São Martinho com a valorização do

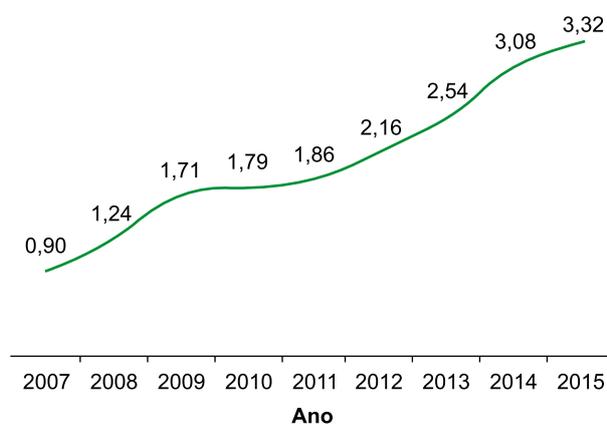


Figura 14. Anualização do valor do portfólio de terras do Grupo São Martinho (bilhões de reais).

Fonte: Deloitte (2014).

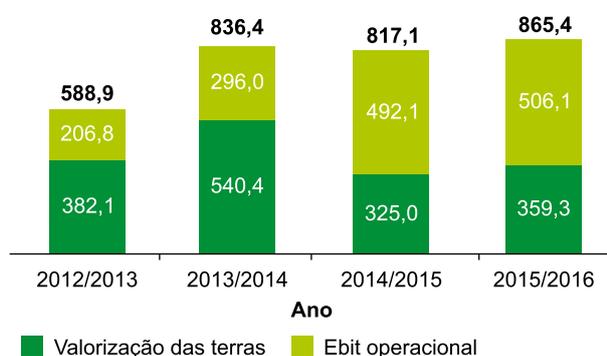


Figura 15. Geração de valor operacional (Ebit) e criação de valor no portfólio de terras.

Fontes: Deloitte (2014) e São Martinho (2016).

portfólio de terras. De 2012–2013 a 2015–2016, o Ebit operacional totalizou R\$ 1,50 bilhão, enquanto a valorização do portfólio de terras gerou R\$ 1,61 bilhão.

Conclusões

Apesar da crise financeira que afetou grande parte do setor sucroenergético, a produção brasileira de cana de açúcar continua crescendo, embora com taxas baixas. Isso ocorre porque o Brasil continua sendo o país com o menor custo marginal para a produção de açúcar, e as margens do etanol melhoraram. Isso, mesmo com o benefício ambiental do etanol não sendo devidamente precificado internamente pela não recomposição da totalidade do valor da Cide e, externamente, apesar do recuo dos países desenvolvidos e em desenvolvimento em cumprir as metas de redução da emissão de carbono.

A Tabela 5 mostra que a cana-de-açúcar é a cultura agrícola da pauta exportadora brasileira que gera o maior valor produzido por hectare. Isso acontece porque a cana, para ser consumida, deve ser industrializada na região onde é produzida. Gera, portanto, emprego em toda sua longa cadeia de produção e assim maximiza a renda e o PIB das cidades e regiões produtoras.

Mas a sustentabilidade do negócio sucroalcooleiro passa por uma gestão eficiente do caixa e do endividamento da empresa. Também são fundamentais o investimento agrícola, que busca a redução do custo de produção por tonelada de cana, e o industrial para a geração de mais produtos, com maior valor agregado a partir do mesmo insumo, como a cogeração de energia elétrica e o uso da palha. A diversificação da receita das usinas com a produção dos subprodutos reduz o risco do setor, sendo uma importante fonte de caixa em períodos de baixa da commodity.

Tabela 5. Comparação entre os valores produzidos pelo produtor de cana, soja e gado por hectare.

2015/2016	Produtividade anual agrícola no Centro-Sul	Produtividade industrial	Produção industrial	Preço/unidade	Valor produzido/hectare (R\$)
Cana-de-açúcar para etanol	80,2 t cana	80 L/t	6.416 L etanol	1,6	10.266,00
Exportação de soja	50 sc 60 kg	n/d		80,9	4.043,00
Pasto para gado	9,94 arrobas	n/d		149,14	1.482,00

Fonte: Agroconsult (2016), Escola Superior de Agricultura "Luiz De Queiroz (2016) e Conab (2016b).

Uma gestão eficiente, industrial e agrícola, aumenta a renda na região onde estão instaladas as unidades, pois valoriza o preço das terras, que cria valor para as usinas. Dessa forma, a produção sucroalcooleira deve ser vista como um dos principais drivers de criação de valor no interior do Brasil, e as usinas com essa visão de longo prazo se tornam excelente investimento, pelo ganho operacional e financeiro com a valorização das terras, independentemente da conjuntura cíclica do mercado de commodities.

Referências

- AGÊNCIA NACIONAL DO PETRÓLEO. **Dados estatísticos mensais**. 2016. Disponível em: <www.anp.gov.br>. Acesso em: 13 abr. 2017.
- AGROCONSULT. **Apresentação dos resultados do Rally da Pecuária**. 2016. Disponível em <<http://www.rallydapecuaria.com.br>>. Acesso em: 13 abr. 2017.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico das taxas de juros**. Brasília, DF, 2016. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/Pec/Copom/Port/taxaSelic.asp>>. Acesso em: 13 abr. 2017.
- BM&FBOVESPA. **Cotações**. 2016. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/market-data/cotacoes/>. Acesso em: 13 abr. 2017.
- BUFFET, W. **Berkshire's 2000 annual meeting**. 2000. Disponível em: <<http://www.berkshirehathaway.com/2000ar/2000ar.pdf>>. Acesso em: 13 abr. 2017.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Regimento Interno**. 2016. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/CPC/Regimento-Interno>>. Acesso em: 13 abr. 2017.
- CONAB (Brasil). **Acompanhamento da safra brasileira de cana-de-açúcar**. Brasília, DF, 2016a. Disponível em: <http://www.conab.gov.br/OlalaCMS/uploads/arquivos/16_08_18_12_03_30_boletim_cana_portugues_-_2o_lev_-_16-17.pdf>. Acesso em: 13 abr. 2017.
- CONAB (Brasil). **Acompanhamento da safra brasileira de grãos**. Brasília, DF, 2016b. Disponível em: <http://www.conab.gov.br/OlalaCMS/uploads/arquivos/16_09_09_15_18_32_boletim_12_setembro.pdf>. Acesso em: 13 abr. 2017.
- CONSELHO DE PRODUTORES DE CANA DE AÇÚCAR. **Tabela Consecana** São Paulo. 2016. Disponível em <http://www.udop.com.br/cana/tabela_consecana_saopaulo.pdf>. Acesso em: 13 abr. 2017.
- DELOITTE. **Relatório de Avaliação Patrimonial**. 2014. Disponível em: <www.saomartinho.ind.br>. Acesso em: 13 abr. 2017.
- ENERGY INFORMATION ADMINISTRATION. **Banco de dados**. 2016. Disponível em: <http://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=pet&s=eer_epmru_pf4_y35ny_dpg&f=w/>. Acesso em: 13 abr. 2017.
- ESCOLA SUPERIOR DE AGRICULTURA "LUIZ DE QUEIROZ". **Indicador do Etanol**. 2016. Disponível em: <<http://www.cepea.esalq.usp.br/br/indicador/etanol.aspx>>. Acesso em: 13 abr. 2017.
- IBGE. **Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA**. Rio de Janeiro, 2016. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc_ipca/defaultinpc.shtm>. Acesso em: 13 abr. 2017.
- ICE FUTURES. **Sugar nº 11 futures**, 2016. Disponível em: <<https://www.theice.com/products/23/Sugar-No-11-Futures>>. Acesso em: 13 abr. 2017.
- INSTITUO DE ECONOMIA AGRÍCOLA. **Banco de dados**. 2016. Disponível em: <<http://www.iea.sp.gov.br/out/bancodedados.html>>. Acesso em: 13 abr. 2017.
- INVESTING.COM. **Brazil Real US Dollar**. 2016. Disponível em: <<https://www.investing.com/currencies/brl-usd>>. Acesso em: 13 abr. 2017.
- LEITE, R. C.; CORTEZ, A. B. C. **O etanol combustível no Brasil**. 2008. Disponível em: <http://sistemas.mre.gov.br/kitweb/datafiles/NovaDelhi/pt-br/file/Biocombustiveis_04-etanolcombustivelnobrasil.pdf>. Acesso em: 13 abr. 2017.
- OLIVA, F. C.; MIRANDA, S. H. G. Biocombustíveis na OMC: indefinição entre *commodity* ou bem ambiental. **Revista de Política Agrícola**, ano XVII, n. 1, p. 97-107. Jan./mar. 2008.
- PETROBRAS. **Balancos financeiros**. 2016. Disponível em: <www.petrobras.com.br>. Acesso em: 13 abr. 2017.
- SÃO MARTINHO. **Balancos financeiros**. 2016. Disponível em: <www.saomartinho.ind.br>. Acesso em: 13 abr. 2017.
- UNIÃO DAS INDÚSTRIAS DE CANA DE AÇÚCAR (São Paulo). **Acompanhamento da Safra 2014/2015**. 2014. Disponível em: <www.unicadata.com.br>. Acesso em: 13 abr. 2017.
- UNIÃO DAS INDÚSTRIAS DE CANA DE AÇÚCAR (São Paulo). **Acompanhamento da Safra**. 2016. Disponível em <www.unicadata.com.br>. Acesso em: 13 abr. 2017.
- USINA SÃO JOÃO. **Balancos financeiros**. 2016. Disponível em <www.usj.com.br>. Acesso em: 13 abr. 2017.